

大类资产配置系列（一）

——美国利率周期的启示（上）

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

陈峤

☎0755-82537411

✉chenqiao@htfc.com

从业资格号：F3036907

摘要：

- 从2019年8月1日起，我们大概率进入到新一轮的降息周期当中，据此我们也统计了美联储历次降息周期中的大类资产表现，如果以平均年化收益率来简单排序的话，我们可以发现在美联储降息周期中表现较好的大类资产包括债券、贵金属、新兴市场股票、美股、人民币以及欧元。但是需要留意的是，除了美债在降息周期中的做多逻辑最为完整之外，其他大类资产在美联储的历次降息周期中的表现并非是完全一致的，因此我们不能简单的按照平均年化收益率的排序去进行大类资产配置，而需要从影响因子切换、市场预期以及胜率等更多的因素去综合考量。
- 美股：**对于2019年开启的降息周期来说，到底是预防式降息（美国经济并未呈现危机模式）还是长周期降息（风险来源于贸易摩擦以及地缘政治）仍然是市场中的分歧点。但起码短期来说，我们认为在长达半年多的利率观察期中，美股整体都呈现着震荡寻顶的状态（定价降息预期），且长债利率已经下行了近100BP，叠加中美贸易摩擦问题的日益严峻，我们认为美股短期仍有回调风险。长周期则需关注美国经济的下行速度以及中美贸易摩擦的演绎情况。
- 利率：**除了1998年2个月的降息周期中长债利率出现反弹之外，我们观察到降息周期中美债牛市的逻辑是最为完整的。1998长端利率反弹的逻辑一方面是因为10Y利率在前期已经进行了下行定价，降息落地后出现反弹，另一方面则是当时美国经济在短暂降息后很快就进入到了经济回升期，长端利率继续下行的逻辑支撑不足。对于本轮降息周期来说，我们判断美国刚刚步入经济的回落期，类似于98年短暂降息的概率不大，因此债券仍有配置价值。短期则需关注降息预期落地后美债利率的反弹风险。（具体逻辑参考8月月报《关注降息预期落地后的资产价格变化》）
- 商品：**我们统计了历史中降息周期下的全球商品走势，可以发现在这段区间中商品板块中的贵金属走势收益较为可观，而有色以及能源等工业品则往往会出现下行。从逻辑层面来看也不难理解，降息开启往往意味着经济即将或已经步入下行区间，在整个经济回落周期中工业品往往因为宏观总需求层面的收缩而出现下跌，贵金属则作为避险品种能够有较为稳定的正向收益。短期则需留意美债利率反弹概率下的贵金属回调风险。（具体逻辑参考8月月报《关注降息预期落地后的资产价格变化》）

相关研究：

政策对商品影响系列（一）——政治局会议对工业品的影响

2019-08-04

探索周期行业的轮动规律

2019-05-18

策略：短期：美债利率存在反弹风险，贵金属或有回调可能；

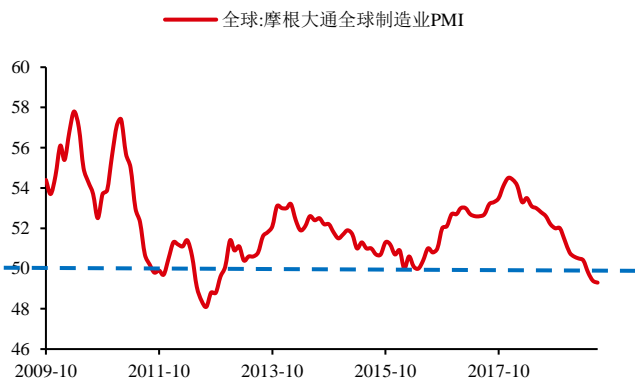
中期：多配债券/贵金属，低配美股/工业品/能源

风险点：全球经济复苏

引——全球宽松周期的开启

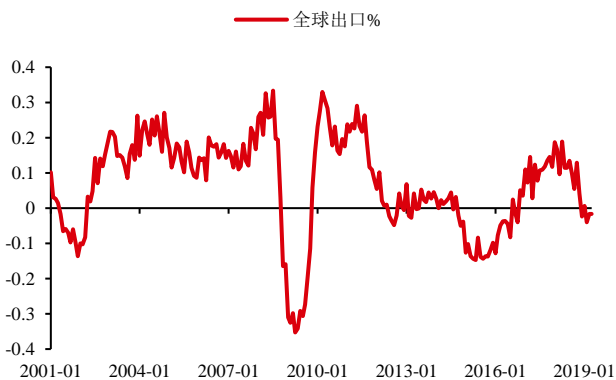
随着 18 年顺周期的财政政策刺激过去之后，美国经济逐渐展现出逐步走弱的迹象，无论是工业总体产出或是 OECD 领先指标也都在反映着总体需求端的萎缩。而其他经济体在 2019 年则仍处于经济回落的区间当中，全球制造业 PMI 也于今年下行至荣枯线的下沿。此外，在地缘政治以及贸易摩擦等问题的影响下，全球对外贸易量也出现了明显的萎缩。在此背景下，包括美联储在内的全球各大央行均掀起了降息的狂潮，其中尚未降息的欧央行和日本央行也早已放出了鸽派的信号，预计非常规货币政策也有望出台，全球宽松周期大概率已经拉开了序幕。

图 1: 全球 PMI 下行 单位: %



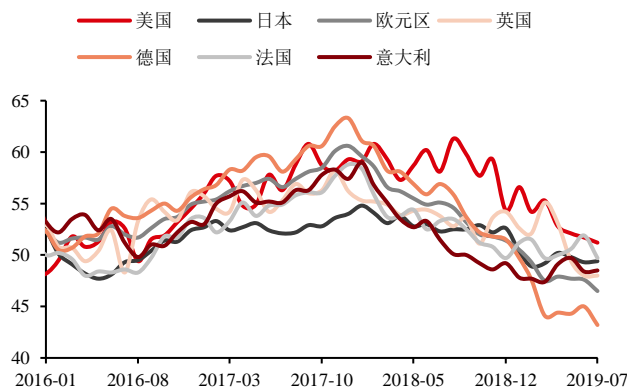
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 全球出口增速下移 单位: %



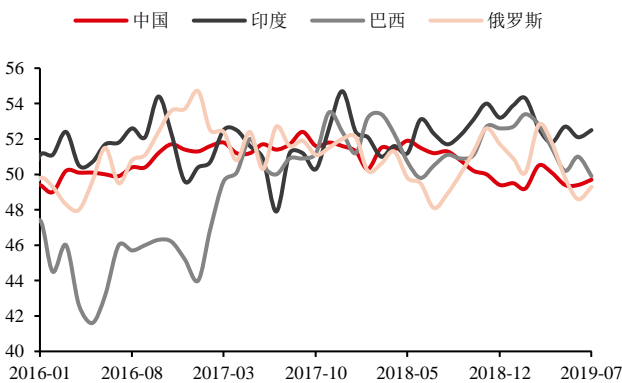
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 发达经济体 PMI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

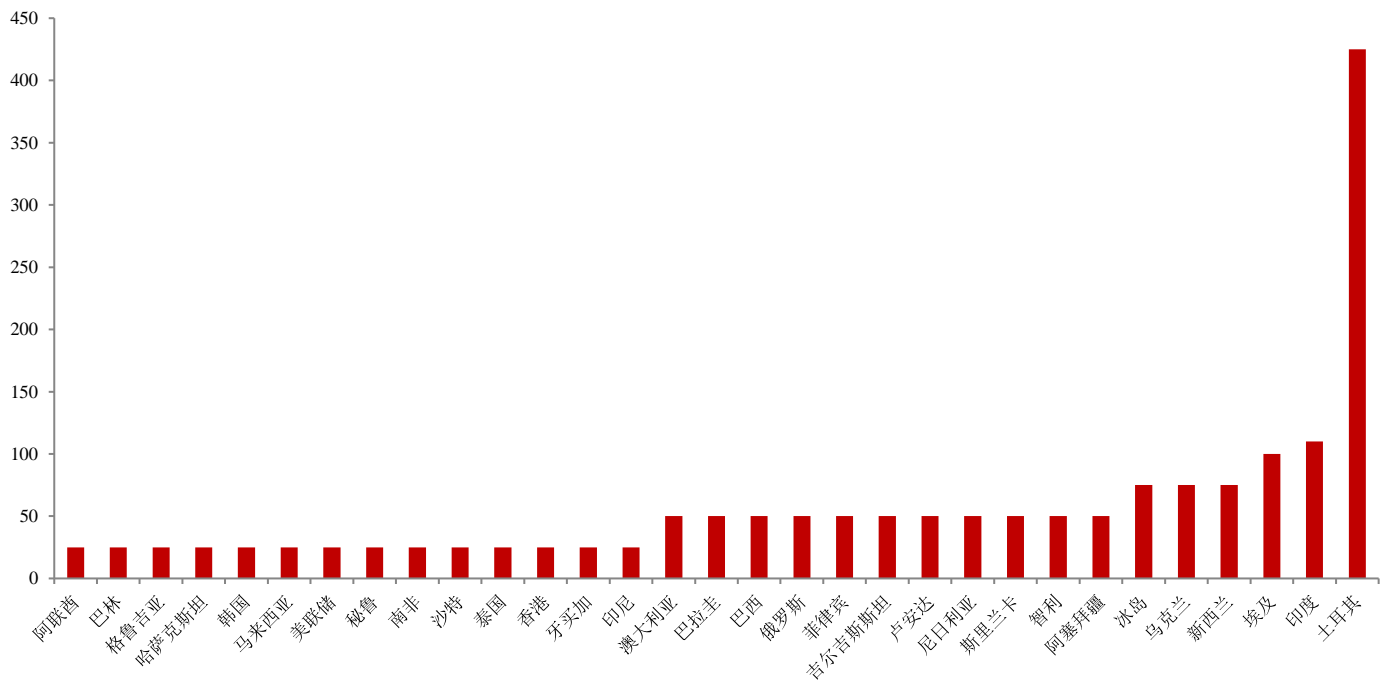
图 4: 新兴经济体 PMI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

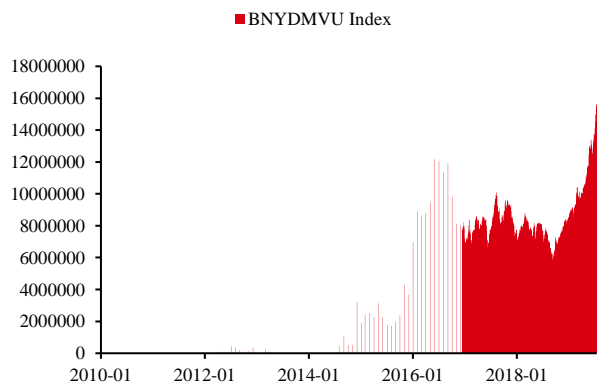
图 5: 各国/地区央行降息幅度

单位: BP



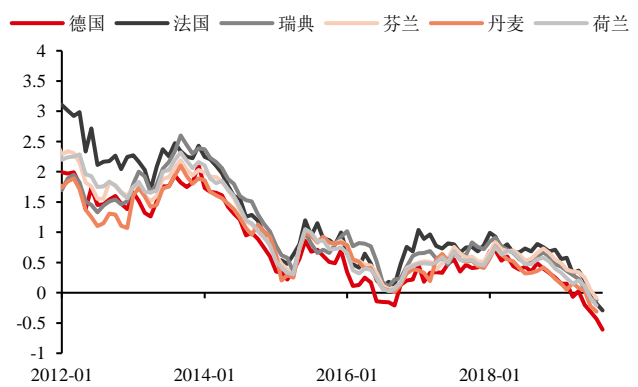
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 6: 全球负利率债券规模上升 单位: 百万美金



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 欧洲多地进入负利率区间 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

美联储在 7 月 31 日的联邦公开市场委员会 (FOMC) 中宣布降息 25 个基点, 将联邦基金基准利率范围下调至 2%-2.25%, 为 2008 年底以来首次降息。同时美联储也提前两个月结束了对其资产负债表上债券的削减。超预期的是, 此轮降息美联储给出了相对鹰派的信号, 形容本次降息为“Mid-cycle adjustment”, 关注的重点更多放在全球经济疲软以及贸易摩擦等外部因素带给美国经济的负面冲击。不过从市场的信号来看, 美债 3M10Y 期限利差的倒挂

以及长端利率的快速下跌，无一不在预期着降息周期的开启。在此基础之上，我们回顾了过去 6 次美联储降息操作下的宏观经济背景以及资产表现，以期找到宏观大类的配置线索。

美联储历次降息周期梳理

- 美联储历次降息周期梳理

自 1984 年开始，美联储总共经过了 6 轮降息周期，分别是 1984/09/20—1986/08/21，1989/06/06—1992/09/04，1995/07/06—1996/1/31，1998/9/29—1998/11/17，2001/01/03—2003/06/25，2007/09/18—2008/12/16。我们可以观察到，除了 95 年和 98 年两次预防式降息周期历时较短、降息幅度较低之外，其他 4 轮降息周期历时均超过 1 年以上，降息幅度也在 500BP-700BP 之间。

表格 1：美联储历次降息周期梳理

| 轮次 | 降息时间周期 | 降息次数 | 历时 | 降息幅度 (BP) | 3M 利率下降幅度 (BP) | 10Y 利率下降幅度 (BP) |
|----|---------------------------|------|------|-----------|----------------|-----------------|
| 1 | 1984/09/20— 1986/08/21 | 26 次 | 23 月 | 562.50 | 514 | 532 |
| 2 | 1989/06/06— 1992/09/04 | 24 次 | 40 月 | 681.25 | 547 | 196 |
| 3 | 1995/07/06— 1996/01/31 | 3 次 | 7 月 | 75.00 | 48 | 45 |
| 4 | 1998/09/29— 1998/11/17 | 3 次 | 2 月 | 75.00 | 12 | -28 |
| 5 | 2001/01/03— 2003/06/25 | 13 次 | 30 月 | 550.00 | 477 | 176 |
| 6 | 2007/09/18— 2008/12/16 | 10 次 | 15 月 | 500.00 | 397 | 213 |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

- 美联储历次降息面临的宏观背景

综合来看，联储降息一般是为了对冲经济下行、市场通胀下移或是就业萎靡，但每一轮降息侧重又有所不同。为了更好地理解美联储降息周期以及各个周期中驱动大类资产的因子变化，我们首先来梳理一下美联储历次降息所面临的宏观环境有何异同。

图 8： 美联储历次降息周期中对应的宏观环境

单位：无

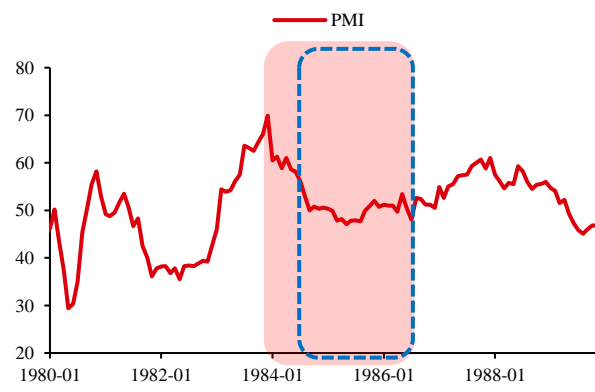
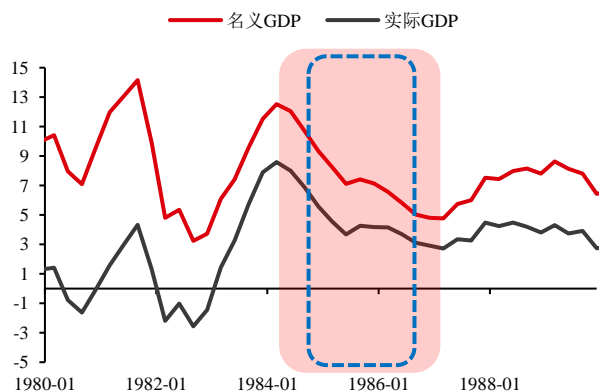
| 轮次 | 降息时间周期 | 经济增长 | | 通胀 | | 就业情况 | |
|----|-----------------------|------|------|-------|-------|------|--------|
| | | GDP | PMI | 核心CPI | 核心PCE | 失业率 | 新增非农人数 |
| 1 | 1984/09/20—1986/08/21 | ↓ | 先↓后→ | ↓ | ↓ | → | ↓ |
| 2 | 1989/06/06—1992/09/04 | 先↓后↑ | 先↓后↑ | 先↑后↓ | 先↑后↓ | ↑ | ↓ |
| 3 | 1995/07/06—1996/01/31 | ↓ | ↓ | → | → | → | ↓ |
| 4 | 1998/09/29—1998/11/17 | ↑ | ↓ | → | → | ↓ | ↑ |
| 5 | 2001/01/03—2003/06/25 | 先↓后↑ | 先↓后↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ |
| 6 | 2007/09/18—2008/12/16 | ↓ | ↓ | 先↑后↓ | 先↑后↓ | ↑ | ↓ |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

- 1) **1984年9月-1986年8月(应对经济下滑)**: 从1984年开始美国经济进入了下行通道，GDP增速从Q1的8.58%快速下滑至1987年Q1的2.72%，核心通胀则缓慢下行。就业市场方面，虽然整体失业率处于下行通道中的稳定区间，但是新增非农就业人数则受到经济回落的影响而出现明显少增。综合来说，本轮美联储降息主要是为了应对美国经济下滑风险。

图 9： 1984-1986 年经济增长 单位：%

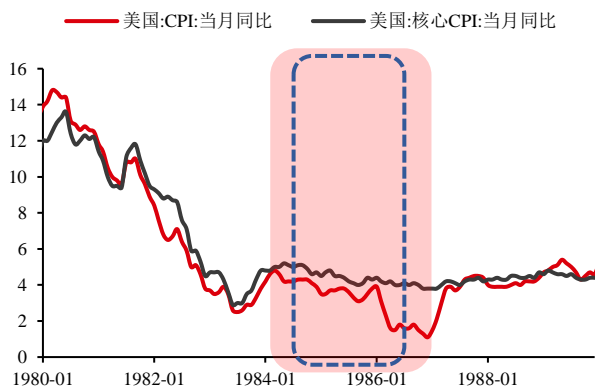
图 10： 1984-1986 年 PMI 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

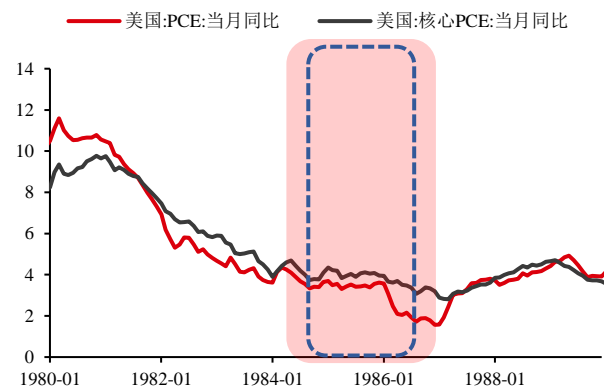
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11: 1984-1986 年 CPI 单位: %



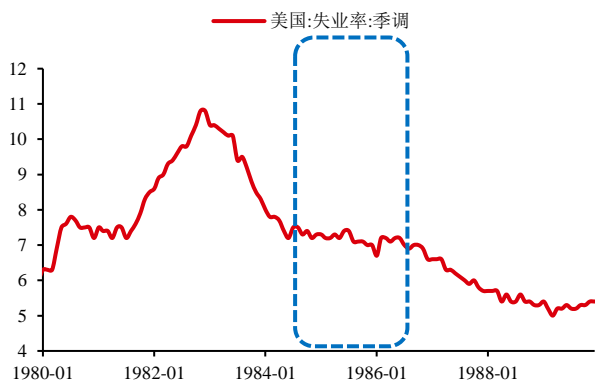
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 1984-1986 年 PCE 单位: %



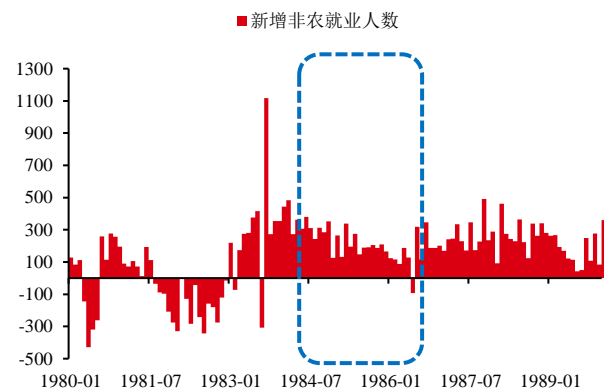
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 1984-1986 年失业率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

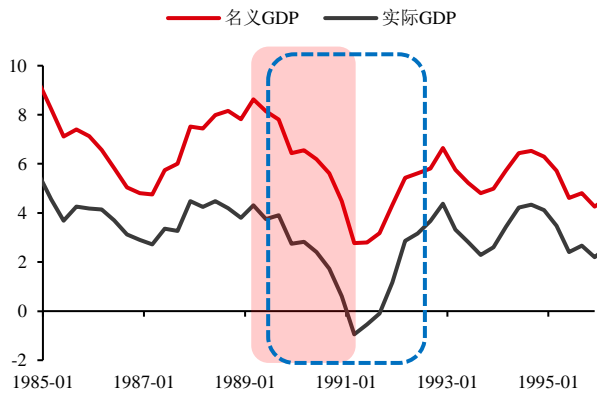
图 14: 1984-1986 年新增非农 单位: 千人



数据来源: Wind 华泰期货研究院

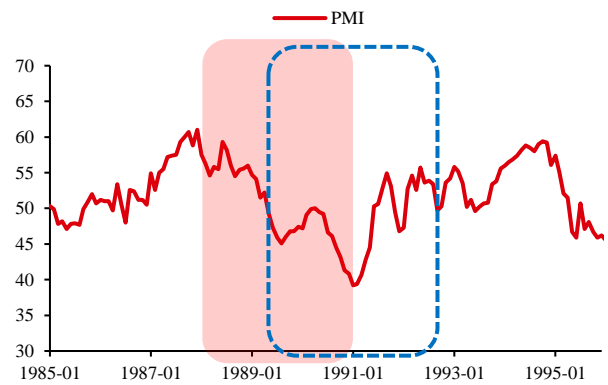
2) 1989 年 6 月—1992 年 9 月 (就业问题): 经济增长方面, 在本轮降息周期中经济增速整体呈现 V 型走势, 1989 年 3 月经济增速见顶回落, GDP 增速由 4.32% 回落至 1991 年 1 月的 -0.95%, 随后经济增速在流动性宽松的助推下回到 3.67%。通胀方面, 核心通胀指数整体呈现先升后降的格局。实际上, 本轮降息周期中宏观层面面临最为严峻的问题是就业萎靡, 失业率从 1989 年 6 月的 5.3% 快速上升至 1992 年 9 月的 7.6%, 新增非农人数也面临了负增长的情况。

图 15: 1989-1992 年经济增长 单位: %



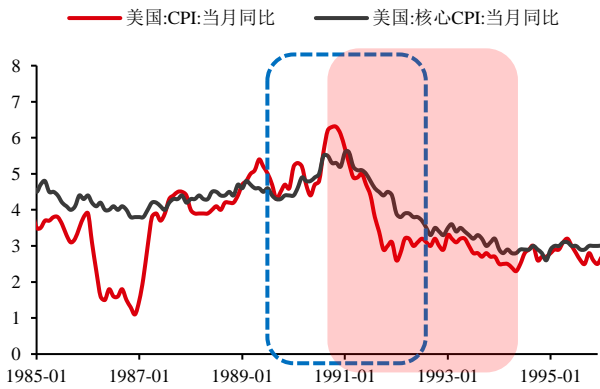
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 1989-1992 年 PMI 单位: %



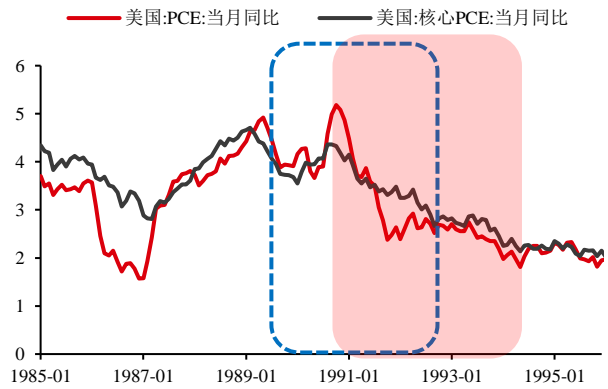
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 1989-1992 年 CPI 单位: %



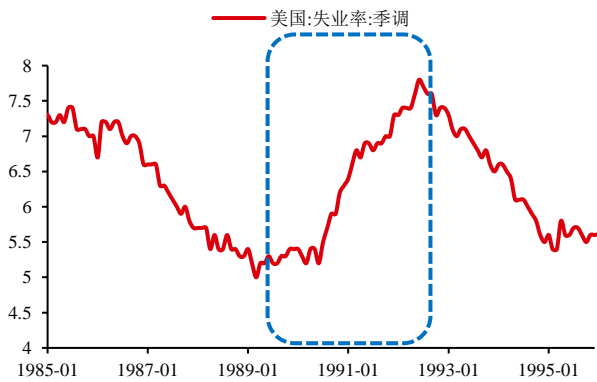
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 1989-1992 年 PCE 单位: %



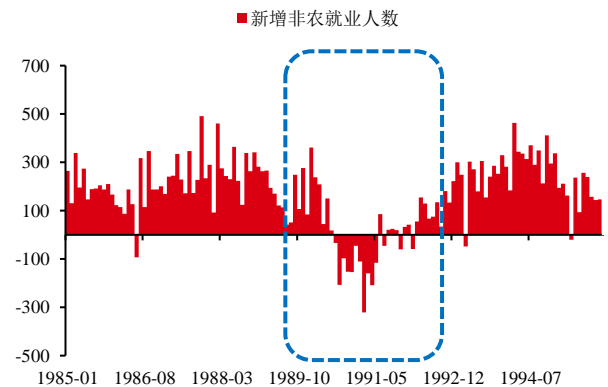
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 1989-1992 年失业率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 1989-1992 年新增非农 单位: 千人

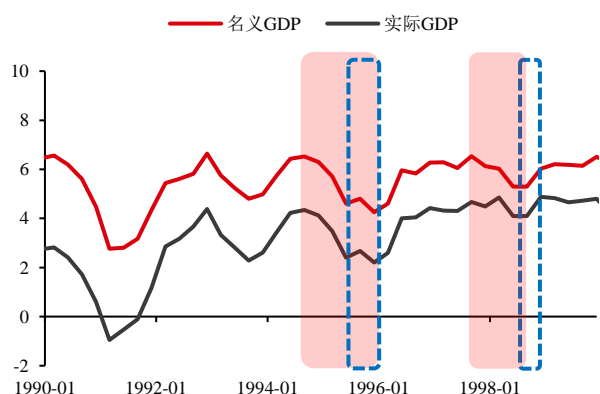


数据来源: Wind 华泰期货研究院

3) 1995年7月—1996年1月, 1998年9月—1998年11月(预防式降息): 20世纪90年代, 美国的互联网产业繁荣推动美国进入经济发展的黄金期, 1995年和1998年的两轮短暂降息被市场普遍认为是“预防式降息”, 更多是为了应对美国经济的短期下行以及东南亚金融危机等外部风险对美国经济的侵蚀。

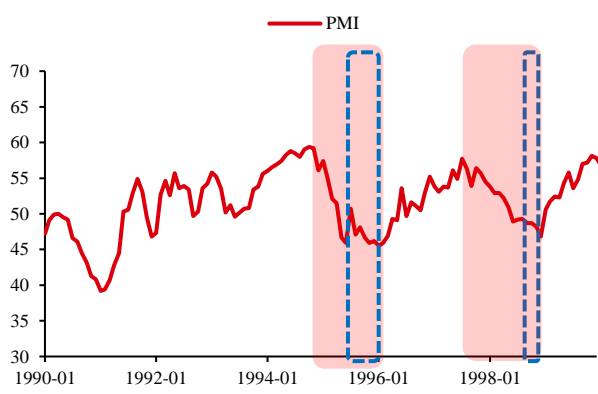
1995年美国出现经济小幅滑坡, GDP增速从年初的3.48%下滑至年末的2.2%, PMI景气指标也滑落至荣枯线下方。但同时可以留意到的是, 通胀整体来说处于平稳区间当中, 而失业率、新增非农就业人数也并未出现显著波动。整体来说, 1995年的降息更多是对短期经济下行的一种对冲式措施, 本轮降息结束后经济也快速回升至上行区间。1998年的2个月降息主要是为了应对97-98年爆发的东南亚金融危机给美欧等发达经济体带来的负面侵蚀, 美国PMI景气指标也于1998年6月落入荣枯线下方, 而同期的通胀指标和就业数据则相对稳定。

图 21: 1995&1998 年经济增长 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 1995&1998 年 PMI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 1995&1998 年 CPI 单位: %

图 24: 1995&1998 年 PCE 单位: %

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10729



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn